

伯特利 (603596)

公司研究/点评报告

综合毛利率提升，线控制动+轻量化成长可期

—伯特利 (603596) 2020 年中报点评

点评报告/汽车

2020 年 08 月 17 日

一、事件概述

公司于 8 月 14 日发布 2020 年中报，报告期内公司实现营收 11.61 亿元，同比减少 11.41%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比减少 12.35%；实现扣非归母净利润 1.39 亿元，同比减少 3.00%。基本每股收益 0.41 元，ROE（加权）7.18%。

二、分析与判断

➤ 营收下滑，毛利率持续改善

公司 2020H1 实现营收 11.61 亿元，同减 11.41%，归母净利润 1.67 亿元，同减 12.35%；其中 Q2 单季实现营收 5.67 亿元，归母净利润 0.63 亿元，受海外疫情影响环比出现下滑。上半年汽车行业整体产销量下降，国内乘用车产量同比减少 22.5%，公司表现略优于行业主要得益于 EPB 渗透率的提升以及轻量化产品的放量。一方面，EPB 行业渗透率持续提升，伯特利作为龙头企业最为受益；另一方面，铸铝转向节等轻量化产品随着通用配套比例的提升和新客户的不断拓展，将持续贡献增量。2019 年末公司与三家通用汽车公司签署共 26 份产品供货合同，预计将在 2020 年为伯特利新增收入约 4 亿元。H1 综合毛利率 26.69%，较去年同期提升 3.2pct，原因在于公司高毛利率轻量化产品放量以及产品结构改善。此外，报告期内公司财务费用由正转负，主要系利息收入增加所致。

➤ 电控制动产品不断丰富，奠定公司业绩长期增长基础

公司线控制动系统（WCBS）已与部分客户签订开发协议，同步开发产品，目前正在进行年产 30 万套线控制动系统生产线建设，预计年底达到 SOP 阶段；下一代线控制动系统（WCBS 2.0）研发工作有序推进。WCBS 可以更好地满足新能源汽车以及智能驾驶对制动系统的需求，随着汽车“电动化”、“智能化”的普及，该业务将成为公司中长期的业绩增长点。与此同时，公司于 2020 年 8 月 6 日完成电动尾门开闭系统产品发布，新产品包括单驱电动尾门系统（SD-ELGS）、双驱电动尾门系统（DD-ELGS）以及集成双控 EPB 功能的双驱电动尾门系统（ELGS-Plus）。其中，ELGS-Plus 为公司领先行业的创新性产品，可辅助客户降低整车成本以及实现定制性开发。公司已拥有 EPB、ABS、ESC 等电控制动相关产品，电动尾门系统的推出丰富了公司的电控制动业务产品矩阵，公司有望凭借过往的良好口碑及整车配套能力，获得新的利润增长点。

三、投资建议

公司近年来轻量化、智能化研发加码，产品结构不断优化，短期内轻量化、EPB 放量支撑公司业绩，线控制动及 ADAS 有望奠定中长期增长基础。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.16、1.41、1.65 元，对应当前市值 PE 为 34.9、28.7、24.5 倍，参考机动车零配件与设备行业 PE（2020E）中位值为 41.2 倍，具有一定的估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

汽车销量不及预期；新客户拓展不及预期；新产品开发不及预期。

推荐

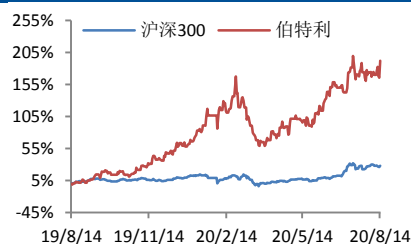
首次评级

当前价格：40.48 元

交易数据 2020-8-14

近 12 个月最高/最低(元)	41.54/13.72
总股本(百万股)	409
流通股本(百万股)	171
流通股比例(%)	41.95
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	69

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号：S0100519110001
 电话：0755-22662070
 邮箱：dengjianquan@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：S0100118070030
 电话：010-85127892
 邮箱：wangjingshu@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,157	3,572	4,266	5,004
增长率 (%)	21.3%	13.1%	19.4%	17.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	402	487	609	737
增长率 (%)	69.2%	21.2%	25.2%	20.9%
每股收益 (元)	0.98	1.16	1.41	1.65
PE (现价)	41.3	34.9	28.7	24.5
PB	7.4	6.3	5.4	4.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,157	3,572	4,266	5,004
营业成本	2,338	2,631	3,122	3,642
营业税金及附加	19	21	26	30
销售费用	72	80	92	106
管理费用	69	76	85	99
研发费用	127	144	171	195
EBIT	531	619	770	932
财务费用	(17)	10	7	7
资产减值损失	(27)	12	13	11
投资收益	5	3	4	4
营业利润	529	641	797	963
营业外收支	(2)	2	1	5
利润总额	528	640	796	962
所得税	72	83	104	125
净利润	456	557	693	837
归属于母公司净利润	402	487	609	737
EBITDA	616	723	891	1,069
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1193	1783	2564	3619
应收账款及票据	1643	1697	1813	1866
预付款项	21	17	21	26
存货	339	398	421	521
其他流动资产	42	38	32	23
流动资产合计	3247	3941	4863	6066
长期股权投资	19	23	15	12
固定资产	839	984	1129	1269
无形资产	62	67	71	75
非流动资产合计	1080	1027	997	894
资产合计	4327	4968	5860	6961
短期借款	121	58	85	45
应付账款及票据	1279	1486	1708	1992
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1602	1742	2023	2313
长期借款	49	43	20	50
其他长期负债	211	210	212	234
非流动负债合计	263	256	235	287
负债合计	1865	1998	2258	2600
股本	409	419	431	446
少数股东权益	217	287	371	471
股东权益合计	2462	2970	3602	4361
负债和股东权益合计	4327	4968	5860	6961

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.3%	13.1%	19.4%	17.3%
EBIT 增长率	29.4%	16.6%	24.3%	21.1%
净利润增长率	69.2%	21.2%	25.2%	20.9%
盈利能力				
毛利率	25.9%	26.3%	26.8%	27.2%
净利润率	12.7%	13.6%	14.3%	14.7%
总资产收益率 ROA	9.3%	9.8%	10.4%	10.6%
净资产收益率 ROE	17.9%	18.1%	18.9%	18.9%
偿债能力				
流动比率	2.0	2.3	2.4	2.6
速动比率	1.8	2.0	2.2	2.4
现金比率	0.7	1.0	1.3	1.6
资产负债率	0.43	0.40	0.39	0.37
经营效率				
应收账款周转天数	97.7	102.0	96.0	91.0
存货周转天数	52.4	50.4	47.2	46.5
总资产周转率	0.80	0.77	0.79	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.16	1.41	1.65
每股净资产	5.5	6.4	7.5	8.7
每股经营现金流	1.7	1.9	2.2	2.6
每股股利	0.10	0.14	0.17	0.21
估值分析				
PE	41.3	34.9	28.7	24.5
PB	7.4	6.3	5.4	4.6
EV/EBITDA	20.9	17.2	13.3	10.4
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	456	557	693	837
折旧和摊销	112	116	134	147
营运资金变动	166	86	108	166
经营活动现金流	704	777	940	1,175
资本开支	263	185	213	193
投资	239	121	108	148
投资活动现金流	(0)	(57)	(95)	(33)
股权募资	11	10	12	15
债务募资	(97)	(9)	(22)	39
筹资活动现金流	(168)	(130)	(63)	(87)
现金净流量	536	590	781	1,055

分析师与研究助理简介

邓健全，曾先后任职于长城证券、安信证券，2018-2019年任长城证券化工组组长，2019年加盟民生证券，任化工高级分析师。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。